

ANALISIS *YIELD SPREAD* OBLIGASI BERDASARKAN FAKTOR *DEFAULT* DAN FAKTOR *NON-DEFAULT* : STUDI EMPIRIK PADA OBLIGASI KORPORASI DI SEKTOR KEUANGAN

Anita Giovanni

Siti Saadah

Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

ABSTRACT

Bond is a financial assets investment instrument in capital market that is relatively new when compared to stock. In Indonesia, the research related to bonds, especially yield spread is very limited, thus it encourages author to analyze yield spread behavior based on several predictors such as SBI rate, bonds rating, return on equity (ROE), debt to equity ratio (DER) and macaulay duration. Multiple linear analysis method which is applicated to cross section data in this research shows that bonds rating and macaulay duration have a significant effect to yield spread on corporate bonds in financial sectors, in other words, investors consider bond rating and duration before agreeing bonds indenture. SBI rate, in the opposite, shows no significant effect on yield spread. This result may happen because of time lag in the transmission monetary policy mechanism process. Financial ratio such as return on equity and debt to equity ratio also show no significant effect on yield spread. It is possibly caused by the default risks of those financial ratio have already reflected on bonds rating, so investors do not consider ROE and DER directly.

Keywords: Yield Spread, Bonds, Default, Non-Default

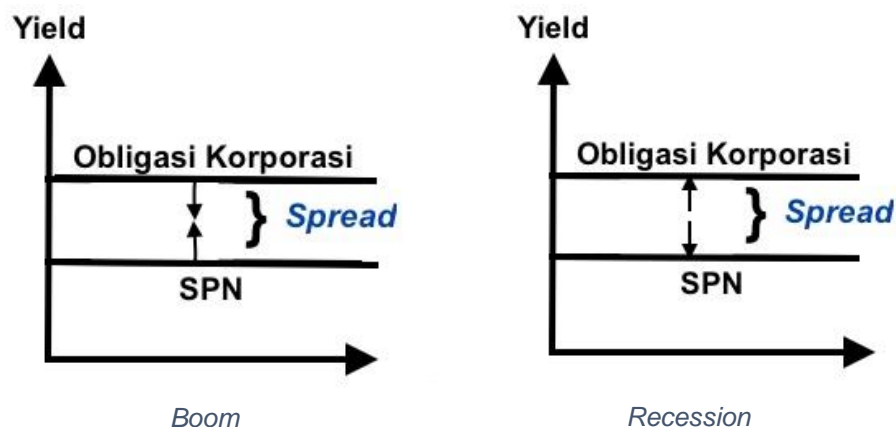
1. PENDAHULUAN

Kemajuan perekonomian suatu negara dapat dilihat dari perkembangan pasar modal dalam menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan yang dapat menunjang perkembangan ekonomi suatu negara (Ang, 1997). Fungsi dari pasar modal yaitu menyediakan fasilitas pendukung kegiatan investasi dalam suatu negara dengan menghubungkan pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (emiten) dalam transaksi pemindahan dana. Dalam pasar modal, investor mendapatkan berbagai pilihan alternatif investasi *financial assets* dengan tujuan memperoleh keuntungan yang lebih besar, sedangkan emiten mendapatkan alternatif sumber pendanaan selain kredit perbankan dengan tujuan memperoleh dana untuk kegiatan operasional perusahaan.

Hal fundamental yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi yaitu risiko gagal bayar yang mungkin dapat dialami investor di masa yang akan datang. Risiko gagal bayar disebut juga *default risk* dapat tercermin melalui *yield spread* instrumen keuangan suatu perusahaan. Semakin tinggi risiko suatu perusahaan maka *risk premium* semakin besar karena investor perlu memperoleh tambahan pendapatan sebagai kompensasi untuk mengambil risiko. Sebaliknya, jika investor memilih untuk tidak mengambil risiko yang

tinggi, maka investor juga tidak akan mendapatkan *risk premium* yang besar karena investor tidak perlu memperoleh kompensasi yang besar terhadap risiko yang diambil.

Investasi di pasar modal berupa obligasi sedang menjadi sorotan investor karena Badan Pusat Statistik (BPS) mencatat pertumbuhan ekonomi Indonesia pada triwulan 1 tahun 2017 tumbuh sebesar 5,01% atau lebih baik secara tahunan jika dibandingkan dari triwulan 1 tahun 2016 yaitu 4,92%. Pertumbuhan ekonomi nasional yang didukung dengan faktor suku bunga rendah dan tren inflasi Indonesia yang stabil akan memicu penerbitan surat utang atau obligasi oleh perusahaan karena perusahaan membutuhkan pendanaan yang disebabkan oleh aktivitas bisnis dalam negeri yang semakin ekspansif. Korelasi antara suku bunga pasar Sertifikat Bank Indonesia (SBI) terhadap harga obligasi berbanding terbalik atau negatif. Royal Bank of Canada (RBC) Wealth Management (2009) menyatakan bahwa faktor penting yang menyebabkan fluktuasi harga obligasi adalah pergerakan tingkat suku bunga pasar sehingga ketika suku bunga pasar rendah, maka harga obligasi akan tinggi dan *yield* obligasi akan rendah sehingga *spread* yang dihasilkan akan lebih rendah juga dengan asumsi *yield* obligasi pemerintah yang stabil.



Gambar 1.1 : *Yield Spread* antara Obligasi Korporasi dan SPN

(sumber : www.bangliman.wordpress.com)

Pada saat suku bunga rendah yang berarti perekonomian Indonesia sedang bagus, uang akan mengalir dari Surat Perbendaharaan Negara ke obligasi perusahaan karena investor berharap mendapatkan *yield* yang lebih besar dari obligasi perusahaan sehingga harga SPN akan turun dan *yield* SPN akan semakin besar, sebaliknya harga obligasi perusahaan akan naik karena naiknya *demand* dan *yield* obligasi perusahaan akan semakin kecil. Ketika *yield* SPN semakin besar dan *yield* obligasi perusahaan semakin kecil maka *yield spread* akan semakin kecil seperti yang tampak pada gambar 1.1. Pada saat keadaan resesi, uang investor akan mengalir kembali ke instrumen yang lebih aman yaitu SPN,

sehingga harga SPN akan naik dan *yield* SPN akan semakin kecil. Harga obligasi korporasi akan turun karena sedikit yang tertarik pada obligasi yang lebih berisiko ini, hal ini berdampak pada naiknya *yield* obligasi korporasi. Turunnya *yield* SPN dan naiknya *yield* obligasi korporasi menyebabkan *yield spread* yang dihasilkan juga semakin besar seperti yang tampak pada gambar 1.1.

Kenaikan peringkat utang Indonesia oleh Standard & Poor's menjadi *investment grade* merupakan salah satu faktor pendukung ketertarikan investor terhadap instrumen surat utang atau obligasi korporasi. Peringkat obligasi memiliki peranan penting untuk memprediksi kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya. Fabozzi (2004) mengungkapkan semakin tinggi *rating* suatu obligasi perusahaan maka akan semakin rendah kemungkinan risiko default sehingga *yield to maturity* (YTM) yang dijanjikan akan semakin rendah, dan pada akhirnya *yield spread* yang dihasilkan akan semakin kecil begitu pula sebaliknya seperti yang dikemukakan oleh Sharpe et al. (1999) bahwa obligasi dengan peringkat yang lebih rendah seharusnya memiliki *yield* yang semakin besar jika peringkat tersebut merupakan cermin dari risiko *default*. Dalam penelitian Huboyojati dan Widyarti (2010), variabel *rating* obligasi berpengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada sektor finansial. Hasil berbeda ditunjukkan dalam penelitian Huang dan Huang (2003) bahwa risiko kredit yang diprosikan dengan *rating* obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap terjadinya perubahan *yield spread* obligasi perusahaan.

Menurut Dufresne et al. (2001), kinerja perusahaan yang baik akan tercermin dari *return on equity* (ROE) dari suatu perusahaan, yang kemudian akan memengaruhi besarnya *yield* obligasi yang ditawarkan oleh perusahaan. Jika kondisi kesehatan suatu perusahaan buruk maka persentase ROE perusahaan tersebut akan kecil, sehingga kemungkinan risiko gagal bayar akan semakin besar. Investor akan mengharapkan *yield* akan semakin besar sebagai kompensasi atas kinerja perusahaan yang kurang baik. Boss dan Scheicher (2002) meneliti determinan dari perubahan *credit spread* di kawasan Eropa. Dalam penelitian ini, variabel ROE diprosikan dengan indeks ROE pada Euro Stoxx. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *return* saham dari Euro Stoxx, volatilitas, dan *yield* obligasi sebagai proksi dari risiko likuiditas merupakan faktor yang signifikan baik secara statistik maupun ekonomi. Huboyojati dan Widyarti (2010) mengemukakan bahwa ROE memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan finansial namun negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan non-finansial dalam studi komparasi obligasi perusahaan finansial dan non finansial yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008.

Rasio *debt to equity (DER)* adalah indikator dari struktur modal untuk menghitung besarnya hutang yang digunakan terhadap ekuitas yang dimiliki suatu perusahaan. DER juga dapat mencerminkan risiko keuangan dari perusahaan. Jika tingkat DER semakin besar, berarti semakin tinggi tingkat pendanaan yang diperoleh dari investor atau kreditur. Namun, jika DER semakin rendah maka akan semakin rendah pula tingkat pendanaan yang diperoleh dari investor atau kreditur. Semakin besar DER juga menunjukkan risiko dari distribusi laba operasi suatu perusahaan yang akan lebih dialokasikan untuk menerbitkan hutang atau obligasi perusahaan tersebut, sehingga kemungkinan *issuer* untuk tidak dapat membayar kewajibannya akan lebih tinggi, dan pada akhirnya *yield* yang dihasilkan juga akan semakin tinggi. Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Artha dan True (2011), DER memiliki pengaruh positif terhadap *yield*.

Pratiwi (2013) menyimpulkan faktor yang menentukan *emerging market yield spread* obligasi pemerintah dapat dibagi menjadi 2 yaitu faktor *default* dan *non-default*. Faktor *default* meliputi *credit rating and outlook, terms of, debt to Gross Domestic Product*, sedangkan faktor *non-default* meliputi likuiditas, siklus dan risiko pasar.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, penulis menyadari penelitian tentang obligasi khususnya *yield spread* masih terbatas sehingga penulis tertarik untuk meneliti pengaruh faktor *default* dan *non-default* terhadap *yield spread* obligasi korporasi di Indonesia dengan studi kasus pada obligasi korporasi yang memiliki *durasi* di bawah 5 tahun dan di atas 5 tahun yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Dalam studi ini, faktor *default* yang digunakan meliputi peringkat obligasi, *debt to equity ratio*, dan *return on equity ratio*, faktor *non-default* yang digunakan meliputi tingkat suku bunga SBI dan durasi obligasi.

2. TINJAUAN LITERATUR

Beberapa penelitian terdahulu mengenai *yield spread* serta variabel-variabel lain yang terkait seperti peringkat obligasi, DER, tingkat suku bunga SBI, dan ROE telah banyak dilakukan di luar negeri, sedangkan masih jarang ditemukan di Indonesia karena instrumen obligasi di Indonesia terbilang baru. Penjelasan kembali mengenai beberapa penelitian terdahulu menjadi penting untuk dijadikan bahan acuan, pedoman, maupun alasan untuk dilaksanakan penelitian berikutnya.

Adam, Gasharma, dan Nuary (2015) melakukan penelitian yang berjudul *the corporate bond yields in Indonesia*. Hasil penelitian menunjukkan tingkat suku bunga SBI, DER, peringkat obligasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi

korporasi. Ini menunjukkan tingkat suku bunga SBI dan peringkat menjadi faktor penentu keputusan investor sebelum melakukan transaksi obligasi di Bursa Efek Indonesia. DER dapat menjadi indikator apakah penerbit obligasi dapat membayar kewajibannya atau memiliki kemungkinan risiko gagal bayar di masa depan. Semakin kecil DER suatu perusahaan maka kemungkinan risiko gagal bayar akan semakin kecil pula, mengakibatkan *yield* obligasi yang didapat semakin kecil karena investor tidak memerlukan kompensasi yang besar. Inflasi dan besar perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Artinya, inflasi dan besar perusahaan menjadi pertimbangan investor sebelum melakukan transaksi di Bursa Efek Indonesia karena semakin tinggi inflasi maka semakin kecil *yield* yang didapatkan investor, begitu pula *size* perusahaan yang semakin besar juga akan berpengaruh terbalik terhadap *yield* yang didapat.

Hubojoyati dan Widyarti (2010) melakukan analisis pengaruh tingkat suku bunga SBI, likuiditas obligasi, peringkat obligasi, dan *return on equity* perusahaan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan dengan membandingkan perusahaan finansial dan non-finansial yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2008. Untuk perusahaan finansial dan non finansial, tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan dan likuiditas obligasi perusahaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Untuk perusahaan finansial, peringkat obligasi memiliki pengaruh positif signifikan dan ROE memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Peringkat obligasi perusahaan untuk sektor finansial terbukti tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa *rating* obligasi berpengaruh negatif. Perbedaan hasil tersebut bisa saja disebabkan oleh cara penilaian untuk setiap peringkat obligasi perusahaan. Sedangkan, ROE sektor finansial berpengaruh negatif sesuai dengan teori walaupun tidak mempunyai pengaruh signifikan. Hal ini dapat disebabkan oleh penggunaan yang berbeda atas proksi dari ROE itu sendiri. Untuk perusahaan non-finansial, peringkat obligasi memiliki pengaruh negatif tidak signifikan sedangkan ROE memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Boss dan Scheicher, 2002, diacu dalam Huboyojati dan Widyarti, 2010, juga menyatakan pengaruh ROE yang negatif namun tidak signifikan terhadap *credit spread* obligasi perusahaan pada kategori *Euro-swap*, sedangkan pada kategori *Euro-financial* dan *US-industrial* berpengaruh negatif signifikan terhadap *credit spread*.

Wijayanti (2008) menunjukkan bahwa variabel *rating* berpengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi perusahaan. Artinya, semakin buruk *rating* obligasi

suatu perusahaan, semakin besar kompensasi atau *yield* yang ditawarkan, sehingga nilai *spread* yang dihasilkan juga akan tinggi begitu pula sebaliknya.

Hendrawan (2014) meneliti pengaruh inflasi, *Credit Default Swap* (CDS) 10 tahun, suku bunga, perubahan kurs dolar terhadap rupiah dan *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara simultan dan parsial terhadap *yield spread* obligasi korporat di Indonesia. Tingkat suku bunga bank Indonesia atau BI Rate memberikan pengaruh positif terhadap *yield spread* berarti hasil penelitian tersebut tidak mendukung hasil temuan Ahmad *et al.* (2009) yang menyatakan BI Rate memberikan pengaruh signifikan negatif. Variabel CDS berpengaruh positif terhadap *yield spread* obligasi korporat di Indonesia. Kemudian variabel inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporat. Hal ini disebabkan karena pergerakan inflasi lebih *volatile* daripada pergerakan *yield* obligasi korporat dan besaran volatilitas pada inflasi searah dengan pergerakan *yield* obligasi korporat, serta perdagangan obligasi korporat tidak *liquid* sehingga volatilitasnya lebih rendah daripada SUN, tidak seperti obligasi negara yang memiliki risiko yang lebih kecil. Variabel kurs dolar terhadap rupiah memengaruhi secara negatif sedangkan variabel IHSG memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporat di Indonesia.

Desnitasari (2010) meneliti pengaruh tingkat suku bunga SBI, peringkat obligasi, ukuran perusahaan (*total asset*), dan *debt to equity ratio* (DER) terhadap *yield to maturity* (YTM) obligasi korporasi yang terdaftar di BEI periode 2010-2012. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa tingkat suku bunga SBI, peringkat obligasi secara signifikan berpengaruh terhadap YTM obligasi, sedangkan ukuran perusahaan dan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap YTM.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh peringkat obligasi korporasi, *debt to equity ratio* (DER) perusahaan, tingkat suku bunga SBI, dan *return on equity* (ROE) perusahaan terhadap *yield spread* dari obligasi korporasi dan obligasi pemerintah sebagai *benchmark* dan membandingkan pengaruh *yield spread* perusahaan yang memiliki durasi obligasi di bawah 5 tahun dan di atas 5 tahun pada sektor keuangan. Dalam penelitian ini, variabel-variabel yang berperan adalah *yield spread* sebagai variabel dependen dengan peringkat obligasi korporasi, *debt to equity ratio* (DER) perusahaan, tingkat suku bunga SBI, *return on equity* (ROE), dan durasi sebagai variabel independen.

Berdasarkan sumbernya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder karena data *yield to maturity* obligasi korporasi di sektor keuangan, *yield to*

maturity obligasi pemerintah seri FR sebagai *benchmark* untuk menghitung *yield spread*, *rating* obligasi, *return on equity* dan *debt to equity ratio* diambil dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yang kemudian diolah lagi oleh web Bareksa yaitu <https://www.bareksa.com/>, yang merupakan *market place* reksa dana *online* terintegrasi pertama di Indonesia. Data suku bunga SBI yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari web <https://www.bi.go.id/>. Berdasarkan dimensi waktu, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross section*.

Berikut adalah variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini:

Peringkat Obligasi

Kelayakan kredit dari instrumen utang atau obligasi yang diperdagangkan secara publik dapat dilihat dari peringkat obligasi. Penerbit obligasi akan mengadakan kontrak dengan suatu lembaga yang berwenang memberikan peringkat, seperti PEFINDO untuk mengevaluasi dan memberi peringkat obligasinya, serta memperbaharui peringkat tersebut sepanjang masa berlakukannya obligasi tersebut. Dalam menentukan *rating* obligasi suatu perusahaan terutama yang bergerak di sektor finansial, PEFINDO menilai dari tiga risiko utama dalam perusahaan. Suatu perusahaan yang bergerak di sektor finansial akan dinilai dari risiko industri yang meliputi pertumbuhan dan stabilitas industri, pendapatan dan struktur biaya pada industri tersebut, persaingan antar perusahaan di industri, kerangka kerja peraturan yang berlaku, dan profil keuangan seperti analisis kapitalisasi, kualitas aset, profitabilitas, dan likuiditas. PEFINDO juga akan menilai risiko bisnis dan finansial yang bergantung pada industri masing-masing.

Pada penelitian ini, peringkat obligasi yang paling rendah yaitu D (*default*) diberikan skor 0, kemudian untuk peringkat yang lebih tinggi yaitu C diberikan skor 1, peringkat CC diberikan skor 2, dan seterusnya hingga peringkat yang paling tinggi yaitu AAA diberikan skor 9.

Debt to Equity Ratio (DER)

DER adalah komposisi antara kewajiban perusahaan dan ekuitas perusahaan. Investor dapat mengetahui proporsi saham dan hutang dalam pembiayaan aset perusahaan yang tercermin dalam DER. Semakin besar DER maka akan semakin besar pula kewajiban atau hutang yang digunakan perusahaan untuk mendanai aset perusahaan, sehingga risiko gagal bayar perusahaan dari kacamata investor akan semakin besar pula. Dalam penelitian ini, DER dihitung berdasarkan laporan tahunan perusahaan pada tahun sebelum obligasi diemisi dengan rumusan sebagai berikut menurut Monga (1980):

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Liabilities}}{\text{Owners' Equities}} \quad (3.1)$$

Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah instrumen yang digunakan Bank Indonesia dalam operasi moneter. Tujuannya adalah untuk mengarahkan agar suku bunga pasar berada di sekitar BI Rate. Jika terjadi kelebihan jumlah uang beredar, Bank Sentral menggunakan instrumen absorpsi untuk menyerapnya, dengan cara melakukan lelang surat utang yang diterbitkan oleh Bank Sentral dengan sistem diskonto atau Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sehingga sebagian uang masyarakat yang beredar dapat ditarik.

Tingkat suku bunga SBI yang digunakan dalam penelitian ini adalah rata-rata tertimbang SBI hasil lelang 9 bulan yang dirata-ratakan kembali untuk memperoleh data per tahun emisi obligasi.

Return on Equity (ROE)

Kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham disebut juga ROE. Dengan mengetahui ROE perusahaan, investor juga dapat melihat secara tidak langsung efisiensi operasi perusahaan, kemampuan perusahaan dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan *sales*, dan *financial leverage* di dalam perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini, ROE dihitung berdasarkan laporan keuangan perusahaan pada tahun sebelum obligasi diemisi dengan rumusan sebagai berikut menurut Ross et al (2012):

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Total\ Equity} \quad (3.2)$$

Yield Spread

Menurut Fabozzi (2004), risiko tambahan yang dihadapi investor dengan membeli suatu obligasi yang tidak diterbitkan oleh pemerintah disebut *yield spread*. Secara umum, semakin tinggi risiko suatu obligasi maka semakin tinggi *yield spread* yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya. Jika investor melihat suatu obligasi yang risikonya besar, maka investor akan meminta *yield* yang besar sebagai kompensasi dari risiko yang dihadapinya. Yield obligasi yang sering kali berfluktuasi mengakibatkan perubahan *yield spread*. Jika jarak spread antara dua obligasi menjauh berarti perbedaan *yield* antara dua obligasi semakin besar. Jika jarak *spread* antara dua obligasi semakin sempit berarti perbedaan *yield* antara dua obligasi semakin kecil. Dalam penelitian ini, berikut adalah cara perhitungan *yield spread* yang digunakan (Fabozzi, 2004):

$$Yield\ Spread = yield\ obligasi\ korporasi - yield\ obligasi\ pemerintah \quad (3.3)$$

Durasi

Durasi merupakan rata-rata tertimbang atas jatuh tempo dari arus kas sebuah obligasi. Dengan mengetahui durasi sebuah obligasi, investor dapat mengetahui umur efektif sebuah obligasi karena durasi memperhitungkan besarnya kupon dan dan maturitas dari obligasi tersebut. Berikut adalah cara menghitung durasi menurut Frederic Macaulay:

$$D = \sum_{t=1}^T \frac{\frac{CF_t}{(1+y)^t}}{P} (t) \quad (3.4)$$

Keterangan:

- D = Durasi
- CF = Aliran kas
- t = Periode saat aliran kas diterima
- T = Waktu jatuh tempo
- y = Tingkat suku bunga
- P = Harga pasar obligasi

Metode Pengumpulan Data

Berdasarkan sumbernya, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder karena data *yield to maturity* obligasi korporasi di sektor keuangan, *yield to maturity* obligasi pemerintah seri FR sebagai *benchmark* untuk menghitung *yield spread*, *rating* obligasi, *return on equity* dan *debt to equity ratio* diambil dari Bursa Efek Indonesia (BEI) yang kemudian diolah lagi oleh web Bareksa yaitu <https://www.bareksa.com/>, yang merupakan *market place* reksa dana *online* terintegrasi pertama di Indonesia. Data suku bunga SBI yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari web <https://www.bi.go.id/>. Berdasarkan dimensi waktu, jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross section*.

Metode Analisis Data

Untuk menganalisis keterkaitan antar variabel dalam penelitian ini, penulis melakukan analisis melalui pengembangan model regresi linier berganda yang disesuaikan dengan jenis data *cross section*.

Sebelum menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, akan dilakukan serangkaian uji diagnostik atau uji asumsi klasik yang meliputi pengujian heteroskedastisitas, pengujian autokorelasi, dan deteksi multikolinearitas. Penulis akan melakukan inferensi menggunakan prosedur uji t maka pengujian normalitas atas *error* yang dihasilkan dari persamaan regresi juga akan dilakukan.

1. Uji Heteroskedastisitas

Prosedur uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah ada residu atau *error* yang dihasilkan oleh model regresi memiliki varians yang konstan atau tidak. Metode deteksi

masalah heteroskedastisitas bisa dilakukan dengan pendekatan grafik maupun dengan pengujian formal statistik (non grafik). Metode grafik yaitu metode yang paling cepat dalam menguji masalah heteroskedastisitas dengan mendeteksi pola residual melalui sebuah grafik *scatter plot*. Metode non grafik dapat dilakukan melalui uji heteroskedastisitas *Breusch-Pagan-Godfrey*. Jika *p value* pada *Obs*R-Squared* lebih besar atau sama dengan $\alpha = 0,05$ berarti *error* pada model regresi menunjukkan homoskedastisitas. Namun, jika *p value* nilai *Obs*R-Squared* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ berarti *error* pada model regresi menunjukkan heteroskedastisitas.

2. Uji Autokorelasi

Uji ini digunakan untuk mendeteksi apakah dalam suatu model regresi terdapat korelasi antar *error* yang dihasilkan dari persamaan regresi. Jika *p value* pada *Obs*R-Squared* lebih besar atau sama dengan $\alpha = 0,05$ berarti *error* pada model regresi tidak menunjukkan masalah autokorelasi. Namun, jika *p value* nilai *Obs*R-Squared* lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ berarti *error* pada model regresi menunjukkan masalah autokorelasi.

3. Deteksi multikolinearitas

Deteksi multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah ada korelasi antar variabel bebas (independen) yang mengganggu kepresisian model regresi. Menurut Ghazali (2013), acuan untuk menentukan terjadi atau tidaknya multikolinearitas yaitu jika nilai *Centered VIF* < dari 10, maka multikolinearitas dalam model bisa diabaikan, sedangkan jika nilai *Centered VIF* > dari 10, maka multikolinearitas merupakan masalah serius yang akan mengganggu kepresisian model.

4. Uji Normalitas *Jarque Bera* (JB)

Uji normalitas jenis *goodness of fit test* ini bertujuan untuk mengukur *error* pada sampel data mengikuti ciri berdistribusi normal. Jika *p value* nilai JB lebih besar atau sama dengan $\alpha = 0,05$ berarti *error* pada model regresi berdistribusi normal. Sebaliknya, jika *p value* nilai JB lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ berarti sampel data tidak berdistribusi normal.

Analisis Inferensi (Pengujian Hipotesis)

Setelah melakukan uji normalitas dan uji asumsi klasik, tahap berikutnya adalah menguji signifikansi pengaruh peringkat obligasi, tingkat suku bunga SBI, ROE, DER dan durasi terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan dengan obligasi pemerintah sebagai *benchmark* menggunakan prosedur uji t. Berikut adalah spesifikasi model regresi linier berganda pada penelitian ini:

$$\hat{Y} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e \quad (3.5)$$

Keterangan:

X_1 = Tingkat Suku Bunga SBI

X_2 = Peringkat Obligasi

X_3 = ROE

X_4 = DER

X_5 = Durasi

e = Error

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas atau variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016). Jika nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari $\alpha = 0,05$ maka H_0 diterima. Artinya, variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika nilai probabilitas signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak. Artinya, variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Berikut adalah hipotesis yang akan diuji menggunakan uji t:

1. Hipotesis untuk pengaruh tingkat suku bunga SBI:

H_0 : Tingkat suku bunga SBI tidak memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

H_1 : Tingkat suku bunga SBI memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

2. Hipotesis untuk pengaruh peringkat obligasi

H_0 : Peringkat obligasi tidak memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

H_1 : Peringkat obligasi memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

3. Hipotesis untuk pengaruh *return on equity*

H_0 : *Return on equity* tidak memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

H_1 : *Return on equity* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

4. Hipotesis untuk pengaruh *debt equity ratio*

H_0 : *Debt equity ratio* tidak memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

H_1 : *Debt equity ratio* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *yield spread* obligasi korporasi sektor finansial

5. Hipotesis untuk pengaruh durasi

H_0 : Obligasi dengan durasi lebih dari 5 tahun tidak memiliki *yield spread* lebih besar dibandingkan dengan durasi obligasi kurang dari 5 tahun di sektor finansial

H_1 : Obligasi dengan durasi lebih dari 5 tahun memiliki *yield spread* lebih besar dibandingkan dengan durasi obligasi kurang dari 5 tahun di sektor finansial

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas atau variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali,2016). Jika nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari $\alpha = 0,05$ maka H_0 diterima. Artinya, variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika nilai probabilitas signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak. Artinya, variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Spesifikasi model regresi yang digunakan untuk mengestimasi pengaruh tingkat suku bunga SBI, peringkat obligasi, ROE, DER, dan durasi terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan adalah

$$\hat{Y} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

Keterangan:

X_1 = Tingkat Suku Bunga SBI

X_2 = Peringkat Obligasi

X_3 = ROE

X_4 = DER

X_5 = Durasi

e = Error

Dengan menggunakan metode OLS, estimasi untuk parameter-parameter dalam model di atas akan dilakukan. Agar estimator-estimator OLS memiliki sifat BLUE yang berarti *best linear unbiased* estimator maka serangkaian uji diagnostik akan dilakukan terhadap *error* atau residu yang dihasilkan dari model di atas. Pengujian diagnostik tersebut meliputi:

1. Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.1

Heteroskedasticity Test Breusch-Pagan-Godfrey

F-Statistic	0.676607	Prob. F(5,109)	0.6421
Obs*R-squared	3.461812	Prob. Chi-Square(5)	0.6292

Scaled explained SS	2.103826	Prob. Chi-Square(5)	0.8346
---------------------	----------	---------------------	--------

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas yang terdapat pada tabel 4.1, residu atau *error* yang dihasilkan dari model regresi yang diestimasi tidak menunjukkan masalah heteroskedastisitas. Hal ini dibuktikan dengan nilai *p value* pada *Obs*R-Squared* yaitu 0.6292, yang berarti lebih besar dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05.

2. Uji Autokorelasi

Tabel 4.2

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-Statistic	0.451405	Prob.F(2,107)	0.6379
Obs*R-squared	0.962191	Prob. Chi-Square(2)	0.6181

Uji autokorelasi dilakukan untuk mendeteksi apakah *error* yang dihasilkan dari persamaan regresi menunjukkan sifat saling berkorelasi. Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa nilai *p value* pada *Obs*R-Squared* yaitu 0.6181, yang berarti lebih besar dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa residu yang dihasilkan dari model regresi tidak menunjukkan masalah autokorelasi.

3. Deteksi Multikolinearitas

Tabel 4.3

Variance Inflation Factors

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	3643.879	261.4672	NA
SBI_RATE	79.88006	227.8926	1.056014
RATING	23.86663	20.02944	1.034137
ROE	0.160135	3.923884	1.061662
DER	1.594069	4.387826	1.090080
DURASI	92.52651	1.44317	1.129552

Nilai-nilai *Centered VIF* yang ditunjukkan pada tabel 4.3 di atas menunjukkan bahwa korelasi antar *independen variable* (masalah multikolinearitas) tidak mengganggu kepresisian model regresi. Oleh karena itu, intensitas korelasi yang terjadi yaitu kurang dari 10 pada setiap variabel dapat diabaikan.

4. Uji Normalitas

Series: Residuals		Tabel 4.4 Uji Normalitas Jarque-Bera
Sample:	1 115	
Observations:	115	
Mean	-5.29e-14	
Median	2.360172	
Maximum	82.33978	
Minimum	-89.49375	
Std. Dev	39.14561	
Skewness	0.040749	
Kurtosis	2.352942	
Jarque-Bera	2.038022	
Probability	0.360952	

Berdasarkan hasil yang ditunjukkan pada tabel 4.4, nilai probabilitas Jarque-Bera sebesar 0.360952, menunjukkan bahwa *error* atau residu yang dihasilkan dari model regresi dalam penelitian ini menunjukkan ciri yang berdistribusi normal. Ini berarti prosedur inferensi (pengujian hipotesis) dapat dilakukan dengan uji t.

Analisis Inferensi (Pengujian Hipotesis)

Berdasarkan pada tabel 4.5, *p value* pada T-statistic untuk variabel tingkat suku bunga SBI yaitu sebesar 0.5658 lebih besar dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat suku bunga SBI tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan.

Pada variabel peringkat obligasi, *p value* pada T-statistic yaitu 0.0000 yang berarti lebih kecil dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa peringkat obligasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan.

Penelitian ini menunjukkan rasio keuangan seperti *return on equity* (ROE) dan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di

sektor keuangan karena nilai probabilitas variabel ROE dan DER pada T-statistic yaitu 0.1552 dan 0.1362 yang berarti lebih besar dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05.

Nilai probabilitas untuk variabel *dummy*, yaitu durasi pada T-statistic adalah 0.0000 yang berarti lebih kecil dari *alpha* yang digunakan pada penelitian ini yaitu 0.05. Koefisien durasi pada persamaan regresi dari hasil estimasi yaitu sebesar 60.73306. Hal ini menunjukkan bahwa durasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan. Dengan kata lain terdapat perbedaan yang signifikan dalam *yield spread* obligasi korporasi yang durasinya lebih dari 5 tahun dengan obligasi yang durasinya kurang dari 5 tahun.

Pembahasan

Dalam hasil penelitian, diketahui bahwa instrumen tingkat suku bunga SBI tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* obligasi. Hal ini mungkin terjadi walaupun ada hasil studi empirik yang menyatakan sebaliknya, seperti hasil penelitian yang diperoleh Grandes dan Peter (2003) yang menyatakan variabel *risk-free interest rate* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi perusahaan.

Proses perubahan suku bunga SBI ke masyarakat atau aktivitas ekonomi di sektor riil tidak berlangsung segera, namun ada jeda waktu atau *time lag* karena melalui beberapa tahap. Hal tersebut mendukung hasil penelitian penulis yang menyatakan tingkat suku bunga SBI tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan.

Variabel peringkat obligasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor keuangan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa untuk berinvestasi pada obligasi yang memiliki peringkat lebih tinggi atau *investment grade bonds*, investor tidak memerlukan kompensasi (*yield*) yang besar karena risiko gagal bayar atau *default risk* nya kecil (Fabozzi, 2004). Akibatnya, *yield spread* yang dihasilkan juga besar dengan asumsi bahwa *yield* yang dihasilkan obligasi pemerintah sebagai *benchmark* adalah stabil.

Dalam hasil penelitian, ROE memiliki pengaruh yang negatif namun tidak signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor finansial. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Huboyojati dan Widyarti (2010) yang menyatakan *return on equity* perusahaan memiliki pengaruh tidak signifikan pada sektor finansial, sedangkan pada sektor non-finansial *return on equity* memiliki pengaruh signifikan yang negatif. Salah satu penyebab pengaruh ROE yang tidak signifikan terhadap *yield spread* dapat disebabkan oleh penggunaan proksi yang berbeda dari ROE.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di Indonesia. Hal ini didukung oleh penelitian Desnitasari (2010) yang menyatakan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *yield to maturity* (YTM) obligasi korporasi yang terdaftar di BEI periode 2010-2012. Bagi investor awam, mencari tahu *debt to equity ratio* perusahaan di laporan tahunan bukan merupakan hal yang sering dilakukan, karena biasanya informasi yang diberikan oleh agen penjual produk obligasi yaitu berupa peringkat obligasi yang sebenarnya telah mencerminkan risiko *default* suatu perusahaan.

Umur ekonomis obligasi atau durasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi korporasi di sektor finansial. Dalam penelitian ini, durasi menjadi variabel yang paling berpengaruh terhadap *yield spread*. Hal ini sesuai dengan teori Fabozzi (2004) yang menyatakan waktu jatuh tempo merupakan karakteristik dari obligasi yang sangat penting diketahui investor sebelum berinvestasi karena *yield* yang ditawarkan tergantung pada waktu jatuh tempo (Fabozzi, 2004).

5. SIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh tingkat suku bunga SBI, peringkat obligasi, ROE, DER, dan durasi terhadap *yield spread* antara obligasi korporasi di sektor keuangan dan obligasi pemerintah seri *benchmark* menggunakan jenis data *cross section*. Hasil dari analisis data menunjukkan bahwa semakin baik peringkat obligasi, maka *yield spread* yang dihasilkan semakin kecil, semakin panjang durasi suatu obligasi maka *yield spread* yang dihasilkan akan semakin besar. Walaupun arah koefisien sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya, tingkat suku bunga SBI tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* karena adanya *time lag* dari proses transmisi moneter ke pasar atau sektor riil. Rasio keuangan seperti ROE dan DER juga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield spread* karena investor memandang bahwa peringkat obligasi sudah mengakomodir *default risk* perusahaan.

6. DAFTAR RUJUKAN

- Adam, M., Ghasarma, R., & Nuart, M. (2015). The Corporate Bond Yields in Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Terapan*, XII (1), 1-14.
- Ang, R. (1997). *Buku Pintar Pasar Model Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Anthony, R., & Reece, J. S. (1977). *Management Accountancy*. Bombay: Taraporewala and Co.

- Arta Surya, B., & Gunawan, T. (2011). *Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Exchange Rate, Ukuran Perusahaan, Debt to Equity Ratio dan Bond terhadap Yield Obligasi Korporasi di Indonesia*. Bandung: ITB.
- Babbel, D., Merrill, C., Panning, & William. (1995). Default Risk and the Effective Duration of Bond. *Policy Research Working Paper* , 1-9.
- Bank Indonesia. (n.d.). *Bank Indonesia*. Retrieved 2017, from Lelang Sertifikat BI - Bank Sentral Republik Indonesia: <http://www.bi.go.id/id/moneter/operasi/lelang-sbi/Default.aspx>
- Bareksa. (n.d.). Retrieved 2017, from Daftar Obligasi Bareksa.com: <http://www.bareksa.com/id/bond/list>
- Bodie, Kane, & Marcus. (2017). *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill Education.
- Boss, M., & Scheicher, M. (2002). *The determinants of Credit Spread Changes in the Euro Area*. Austrian National Bank.
- Desnitasari, I. (2010). *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan, dan Debt to Equity Ratio Terhadap Yield to Maturity Obligasi Korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012*. Tidak dipublikasi.
- Dusfrene, C. (2001). The Determinants of Credit Spread. *Journal of Finance* , 2177-2207.
- Elton, E., Gruber, M., Agrawal, D., & Mann, C. (2001). Explaining The Rate Spread on Corporate Bonds. *The Journal of Finance* , LVI (1), 247-277.
- Fabozzi, F. (2004). *Fixed Income Analysis* (2nd Edition ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Grandes, M., & Peter, M. (2003). *The Determinants of Corporate Bond Yield Spreads in South Africa*. Paris: OECD Development Centre.
- Hendrawan, S. (2015). *Faktor-Faktor yang memengaruhi Yield Spread Obligasi Korporat di Indonesia : Pendekatan Error Correction Model*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Huang, J., & Huang, M. (2003). *How Much of The Corporate Treasury Yield Spread is Due to Credit Risk*.
- Huboyojati, H., & Widyarti, E. (2010). Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Likuiditas Obligasi, Rating Obligasi, dan Return on Equity Perusahaan Terhadap Yield Spread Obligasi Perusahaan. *Jurnal Studi Manajemen & Organisasi* , 1-28.
- Indonesia Bond Pricing Agency. (n.d.). Retrieved 2017, from Obligasi dan Sukuk Pemerintah: <http://www.ibpa.co.id/DataPasarSuratUtang/BondMaster/ObligasidanSukukPemerintah/tabid/79/Default.aspx>
- Jones, C. (2007). *Investment*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Manurung, A. (2006). *Dasar-dasar Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Monga, J. (1980). *Topics in Financial Accounting*. New Delhi: National Publishing House.
- Pandey, I. *Financial Management*. New Delhi: Vikas Publishing House.
- Pohan, A. (2008). *Kerangka Kebijakan Moneter dan Implementasinya di Indonesia*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Pracoyo, A. (2004). *Aspek Dasar Ekonomi Mikro*. Jakarta: PT. Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Pratiwi, A. (2015). *Indonesian Capital Market Review* , 33-45.
- Rao, P. M. (1989). *Debt Equity Analysis in Chemical Industry*. New Delhi: Mittal.
- Rizal, N., & Rawindadefi, N. (2016). Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Credit Spreads Rate Obligasi di Indonesia Periode 2011-2015 . *Jurnal Manajemen Indonesia* , 213-225.
- Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B., Lim, J., & Tan, R. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.

- Royal Bank of Canada Wealth Management. (2009). *Bond Basics*. RBC Capital Markets Corporation.
- Rusydiana, A. S. (2009). Mekanisme Transmisi Syariah Pada Sistem Moneter Ganda di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan* , 346-367.
- Saputra, T., & Prasetyono. (2014). Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Yield Obligasi Konvensional di Indonesia. *Jurnal Studi Manajemen & Organisasi* , 67-77.
- Sari, N., & Badjra, I. (2016). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Jaminan Terhadap Peringkat Obligasi pada Sektor Keuangan. *E-Jurnal Manajemen Unud* , V (8), 5041-5069.
- Sharpe, W., Alexander, G., & Bailey, J. (1999). *Investasi*. Jakarta: Prenhallindo.
- Sihombing, P., Siregar, H., Manurung, A., & Santosa, P. (2013). Determinan Yield Curve Surat Utang Negara. *Finance and Banking Journal* , 68-89.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: kanisius.
- Tim Penyusun FE Unika Atma Jaya. (2012). *Pedoman Penulisan Skripsi*. Jakarta: Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya.
- Wijayanti. (2008). Faktor-faktor yang Memengaruhi Yield Spread Obligasi yang tercatat di Bursa Efek Surabaya Periode 2001-2005. *ADLN Digital Collection*
- Winarno, W. (2017). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan EViews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.